

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**Influência das estruturas de “*Private equity*” no
financiamento de pequenas e médias empresas**

Rafael de Figueiredo Lucena
Matrícula: 108019973
E-mail: Rafael.f.lucena@gmail.com

Orientador: Prof. Ary Barradas
E-mail: Ary@ie.ufrj.br

Janeiro 2014



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**Influência das estruturas de “Private equity” no
financiamento de pequenas e médias empresas**

Rafael de Figueiredo Lucena
Matrícula: 108019973
E-mail: Rafael.f.lucena@gmail.com

Orientador: Prof. Ary Barradas
E-mail: Ary@ie.ufrj.br

Janeiro 2014



AGRADECIMENTOS

.

.



RESUMO

O presente trabalho visa demonstrar a influência dos veículos de Private Equity e Venture Capital no desenvolvimento do mercado financeiro brasileiro. Por desenvolvimento entende-se a capacidade de obtenção de recursos para empresas, e o crescimento do mercado de capitais de modo sustentável – considerando-se que tal crescimento depende do atendimento pelos agentes do mercado de padrões elevados de governança corporativa.

Serão tratadas no primeiro capítulo as dificuldades que as empresas, notadamente as pequenas e médias empresas, enfrentam para financiar suas atividades. Ainda no primeiro capítulo serão apresentadas as estruturas de Private Equity e Venture Capital como fonte de recursos de pequenas e médias empresas, e a forte interligação dessas estruturas com o mercado de capitais. No segundo capítulo será definida a governança corporativa, seus modelos e desenvolvimentos normativos no Brasil e no mundo e, por fim, a relação da governança com o adequado desenvolvimento do mercado de capitais com especial atenção aos mercados de acesso. No terceiro capítulo, será aprofundado o entendimento dos mecanismos de mitigação de conflitos de interesses inerentes às atividades de Private Equity e Venture Capital, e como estas apresentam externalidades positivas para a governança corporativa das empresas investidas.

A idéia central é apresentar como os mecanismos e as normas que regulam os veículos de Private Equity e Venture Capital, permitem que as empresas investidas por estes apresentem melhores indicadores de governança do que as empresas que não sofreram esse tipo de investimento. Apesar da apresentação no segundo capítulo de diversos indicadores de boas práticas de governança, o indicador utilizado para medir a governança corporativa das empresas no terceiro capítulo foi o gerenciamento de resultados contábeis expresso pela Proxy de acumulações discricionárias correntes, principalmente por permitir a melhor mensuração de práticas contábeis que poderiam ter como objetivo a deturpação das demonstrações financeiras pela administração das companhias por motivos diversos.

Palavras-chave: Private Equity, Venture Capital, Governança corporativa, Mercado de capitais, Gerenciamento de resultados contábeis, Mercado de acesso, Pequenas e médias empresas.



LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Distribuição dos investimentos por setor, 2012.

Gráfico 2 - Evolução do capital comprometido alocado no Brasil em US\$ Bilhões.

Gráfico 3 - Volume dos desinvestimentos dos fundos de PEVC.

Gráfico 4 - Acumulações discricionárias correntes ($AcD_{i,t}$).

LISTA DE TABELAS E DIAGRAMAS

Tabela 1 – Estimativa do exigível financeiro e ativos totais em 2011.

Tabela 2 – Custo do exigível financeiro e outros indicadores.

Tabela 3 - Modelos de governança corporativa observados no mundo.

Tabela 4 - Critérios dos segmentos de listagem da BM&FBovespa.

Tabela 5 - Mercado de acesso em países selecionados.

Tabela 6 - Características gerais das empresas investidas.

Tabela 7 - Estatísticas descritivas e testes de diferença de médias do nível de gerenciamento de resultados.

Tabela 8 - Estatísticas descritivas e testes de diferença de médias do nível de gerenciamento de resultados (continuação).

Tabela 9 - Testes de diferença de médias do nível de gerenciamento de resultados com segmentação pelas variáveis de controle.

Diagrama 1 - Critérios básicos de governança corporativa.

Diagrama 2 - Fases ao redor do IPO.

Diagrama 3 - Esquema explicativo dos componentes das acumulações.



ÍNDICE

INTRODUÇÃO	7
CAPÍTULO 1 – Private equity no Brasil	11
1.1 Escassez de recursos e custo de capital para pequenas e médias empresas	11
1.2 Panorama Geral das estruturas de Private Equity no Brasil	12
1.3 Agentes envolvidos	17
1.4 Comparações internacionais	19
CAPÍTULO 2 – Governança corporativa	22
2.1 Definição	22
2.2 Políticas para o desenvolvimento da governança corporativa no Brasil e no Mundo	22
2.3 Visão geral dos mercados de acesso no Brasil e no Mundo	28
2.4 Resultados das melhores práticas de governança adotadas no Brasil	30
CAPÍTULO 3 – Influência do PEVC na governança corporativa	34
3.1 Relevância do IPO para os fundos de PEVC	34
3.2 Gerenciamentos contábeis e governança corporativa	36
CONCLUSÃO	46
BIBLIOGRAFIA	47

INTRODUÇÃO

Estruturas de Private Equity e Venture Capital (PEVC) são investimentos feitos por holdings¹ diversificadas e fundos em empresas com grande potencial de crescimento, visando - por meio de melhores práticas de gestão e governança - elevar o valor da companhia para uma futura venda, seja para um investidor estratégico ou via abertura de capital (IPO²).

A atividade recentemente recebeu intensas críticas³, inclusive no país onde é mais desenvolvida, os Estados Unidos da América, por fomentar a concentração de empresas e destruir empregos. O presente trabalho não buscou de qualquer forma investigar a propriedade de tais críticas, até porque é evidente que a criação de valor para os investidores por muitas vezes exige a redução das estruturas das empresas, bem como dos benefícios trabalhistas, e incentiva aumentos inorgânicos de poder de mercado.

No caso brasileiro, o tema da governança corporativa e abertura de capital de empresas pequenas, médias e pré operacionais está em especial evidência em virtude da abrupta derrocada do grupo EBX - essencialmente constituído de empresas pré operacionais cuja ineficiência dos mecanismos de gerenciamento de riscos e de controle de conflitos de interesse tiveram papel de destaque – e das propostas que visam desenvolver o mercado de capitais com políticas de incentivo para abertura de capital de pequenas e médias empresas.

Antes que sejam adotadas medidas para limitar ou fomentar a abertura de capital de pequenas e médias empresas e, por conseguinte a atividade de PEVC, é preciso avaliar as consequências para o mercado de capitais e para o investimento na economia. No primeiro capítulo, são abordadas as dificuldades que as pequenas e médias empresas enfrentam para financiar suas atividades, levando-as a utilização em larga escala de capital próprio - o que inviabiliza maiores níveis de investimento e crescimento uma vez que a alavancagem é limitada e resulta em taxas de financiamento superiores. O problema em questão é ainda

¹ É uma estrutura de capital criada com o objetivo de administrar um conjunto de empresas. A holding administra e possui a maioria das ações ou cotas das empresas componentes de um determinado grupo, portanto não presta à participações acionárias minoritárias das companhias investidas.

² Sigla em Inglês para Oferta Pública Inicial.

³ Entre outras fontes destaca-se a matéria publicada no portal online da universidade de Wharton com a visão abrangente dos argumentos de defensores e críticos ao Private Equity.
(<http://www.wharton.universia.net/index.cfm?fa=viewArticle&id=2167&language=portuguese>)

agravado pelas elevadas taxas de juros no Brasil que, mesmo com o recente ciclo de queda de queda nos últimos anos, ainda está entre as mais altas do mundo.

Ainda no primeiro capítulo serão apresentadas as estruturas de Private Equity e Venture Capital como fonte de recursos de pequenas e médias empresas, e a forte interligação dessas estruturas com o mercado de capitais, enquanto no segundo capítulo, será definida a governança corporativa, seus modelos e desenvolvimentos normativos no Brasil e no mundo e a relação da governança com o adequado desenvolvimento do mercado de capitais com especial atenção aos mercados de acesso. No terceiro capítulo, será aprofundado o entendimento dos mecanismos de mitigação de conflitos de interesses inerentes às atividades de Private Equity e Venture Capital, e como estas apresentam externalidades positivas para a governança corporativa das empresas investidas.

Do presente trabalho conclui-se que medidas de incentivo a atividade de Private Equity e Venture Capital são positivas se forem observadas as características do setor e atendidos adequados padrões de governança corporativa - isto é, que sejam capazes de prover garantias as partes interessadas, mas não onerem em demasia a companhia investida ao ponto de inviabilizar os aportes.

CAPÍTULO 1 – Private equity no Brasil

1.1 Escassez de recursos e custo de capital para pequenas e médias empresas

Empresas podem financiar suas atividades e investimentos mediante o emprego de capital próprio ou de terceiros, e as diversas teorias de estrutura ótima de capital⁴ apresentam que - ao menos até certo ponto - quanto maior a proporção de capitais de terceiros em relação ao capital próprio, menor é o custo do financiamento das atividades da firma. Entretanto, no Brasil, a alavancagem e otimização dos custos de financiamento são limitados pela baixa disponibilidade de crédito bancário, pelo uso débil de mecanismos de dívida por pequenas e médias empresas, o que limita a capacidade destas de promoverem investimentos.

A dificuldade das Pequenas e Médias Empresas (PMEs) de obterem recursos ensejou políticas de facilitação do acesso ao crédito por meio de bancos e entidades públicas como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico Social, Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e Finep – este último para o caso de investimentos em setores e processos de inovação. Os diversos programas, contudo, não tiveram êxito em tornar a estrutura e os custos de captação de recursos das PMEs semelhante aos existentes para empresas abertas e grandes empresas fechadas, como pode ser observada nas Tabela 1 e Tabela 2. Na Tabela 1, é possível observar que as “Demais empresas fechadas”, cujo universo é de cerca de 4,5 milhões de empresas, representam 41,6% dos ativos totais, enquanto tomam apenas 21,7% dos empréstimos totais representado pelo exigível financeiro. As 320 companhias abertas, em oposição, possuem 38,8% dos ativos totais, mas tomam 49,2% dos empréstimos.

A consequência do menor emprego dos instrumentos fica evidenciado na Tabela 2, pelos 62,1% de alavancagem das companhias abertas, enquanto as demais empresas, notadamente fechadas, respondem por apenas 22%. O custo médio do passivo oneroso também se apresentou significativamente superior para as companhias fechadas de menor porte, e os dois indicadores apontam para um resultado em linha com as teorias de estrutura ótima de capital. O resultado é ainda mais revelador no que se refere ao potencial de investimento na economia quando comparado a taxa de retorno dos ativos como descreveu Rocca:

⁴ Em resumo, estrutura ótima de capital é a relação entre dívidas e o capital próprio investido em uma companhia que maximiza o valor da firma. A estrutura ótima de capital da firma é aquela que minimiza o custo de captação de recursos da firma. Na teoria, arrecadação de recursos mediante emissão de dívida oferece menor custo em função das deduções fiscais. Entretanto o endividamento elevado aumenta a percepção de risco dos credores, portanto maiores serão os prêmios de risco cobrados por estes.

“Se a taxa de retorno dos ativos das menores empresas fechadas for semelhante às maiores fechadas e às companhias de capital aberto (de 12% a.a a 14% a.a.), pode-se dizer que seu custo de capital de dívida é, em média, muito superior à rentabilidade de seus ativos, ou seja, essas empresas têm sua produção e seu crescimento substancialmente limitados à dimensão de seus recursos próprios e aos de seus sócios.” (Rocca, 2013)

Tabela 1 – Estimativa do exigível financeiro e ativos totais em 2011.

Estimativa do exigível financeiro e ativos totais em 2011 - Bilhões de reais				
Tipos de empresas	Exigível financeiro	(%)	Ativos	(%)
Cias. Abertas e maiores fechadas	1.175,7	78,3%	4.156	58,4%
Cias. abertas	738,4	49,2%	2.760	38,8%
Maiores fechadas	437,3	29,1%	1.396	19,6%
Demais empresas fechadas	325,6	21,7%	2.965	41,6%
Total	1.501,3	100,0%	7.121	100,0%

Fonte: Rocca, 2013.

Tabela 2 – Custo do exigível financeiro e outros indicadores em 2011.

Custo do exigível financeiro e outros indicadores - 2011				
Tipos de empresas (Excl. Financeiras)	Custo médio do passivo oneroso (Taxa bruta)	Custo médio do passivo oneroso (Tax líq. De IR)	Leverage	Participação nos ativos totais
Cias. Abertas	15,2%	10,0%	62,1%	38,7%
Maiores fechadas	18,9%	12,5%	47,3%	19,6%
Outras fechadas	28,6%	18,9%	22,0%	41,6%

Fonte: Rocca, 2013.

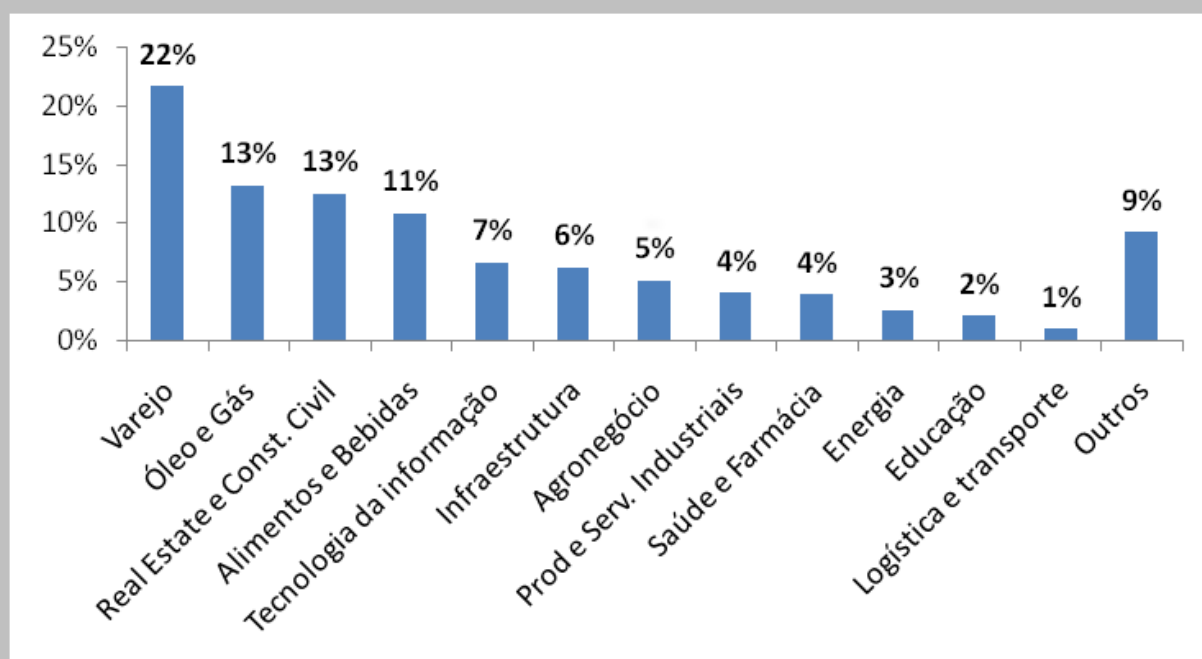
1.2 Panorama Geral das estruturas de *Private Equity* no Brasil

Private Equity é uma alternativa de investimento relativamente nova no mercado de capitais brasileiro, tido como um importante instrumento para o desenvolvimento de mercados de capitais em economias emergentes. Em uma análise de risco, retorno e liquidez, a aplicação em *Private Equity* apresenta risco elevado e liquidez limitada. Portanto, para ser um ativo aceito no mercado, sua rentabilidade esperada deve superar as alternativas de aplicações com menor risco e maior liquidez.

“Os Investimentos típicos de PE/VC concentram-se em empresas de alta expectativa de crescimento e retorno, mas com risco elevado e baixa liquidez.” (Furtado et al, 2006)

Os investimentos em *Private Equity* e *Venture Capital* muitas vezes são associados a investimentos em setores de vanguarda tecnológica, como os investimentos que deram origem a um *cluster* de tecnologia no Vale do Silício nos Estados Unidos. Contudo, no Brasil uma grande parcela dos recursos de PEVC é aportada em setores mais tradicionais como pode ser observado no Gráfico 1.

Gráfico 1 – Distribuição dos investimentos por setor, 2012



Fonte: ABVCAP e KPMG.

Nota: Real Estate, representa um série de atividades relacionadas ao mercado imobiliário como construção e incorporação imobiliária.

Os investimentos de PEVC em setores tradicionais evidenciam o crescimento notável desses setores o que exige aportes de capitais cujos recursos próprios das empresas e o mercado de capitais no Brasil não são capazes de atender. Na ótica do investidor, os setores tradicionais apresentam grandes oportunidades de ganhos no Brasil em virtude da adoção de práticas mais eficientes de gestão e da integração entre cadeias de negócios que servem de apoio às empresas. Alguns casos como o das Lojas Americanas, BR Properties e Ambev demonstram o sucesso das gestoras nacionais em companhias de setores tradicionais.

A associação entre *Private Equity* e tecnologia seria mais adequada para o *Venture Capital*, porém ainda não é uma definição ideal. De forma geral, os investimentos de *Venture*

Capital são empenhados para projetos em fases iniciais, podendo caber diversas distinções como “*Seed Capital*”, enquanto os investimentos em *Private Equity* são aqueles dirigidos a empresas já constituídas, i.e, com base de clientes e fluxos de caixa estabelecidos.

“Enquanto o *venture capital* está relacionado a empreendimentos em fase inicial, o *private equity* está ligado a empresas mais maduras, em fase de reestruturação, consolidação e/ou expansão de seus negócios. A essência do investimento está em compartilhar os riscos do negócio, selando uma união de esforços entre gestores e investidores para agregar valor à empresa investida. Os investimentos podem ser direcionados para qualquer setor que tenha perspectiva de grande crescimento e rentabilidade ao longo prazo, de acordo com o foco de investimentos definido pelos investidores ou fundos.” (ABVCAP, 2013)

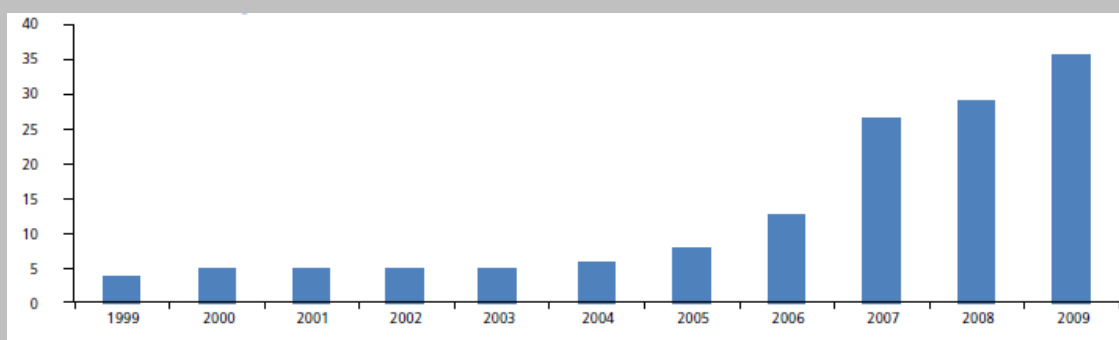
Não obstante as distinções entre *Private Equity* e *Venture Capital* explicitadas acima, para efeito de análise da influência na governança corporativa das empresas o presente trabalho não terá como enfoque o impacto do investimento nos diferentes estágios do ciclo de desenvolvimento das empresas, sendo que a expressão *Private Equity* englobará também os investimentos na modalidade *Venture Capital* e outras subdivisões normalmente empregadas.

No Brasil a literatura relacionada às estruturas de *Private Equity* e *Venture Capital* é restringida em grande parte pela limitada base de dados disponível. Todavia, os escassos dados disponíveis demonstram o crescimento notável da indústria nos últimos anos, ensejando adoção de políticas voltadas para a indústria, como a elaboração das instruções normativas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), ICVM⁵ 209 e ICVM 391, que regulamentam – respectivamente – os Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE) e Fundos de Investimentos em Participações (FIP).

De acordo com o Segundo Censo Brasileiro de *Private Equity* e *Venture Capital*, elaborado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), o capital comprometido da indústria brasileira de PEVC, que em 2004 era de apenas 1,4% do PIB, atingiu 2,33% do PIB em 2009. O Capital comprometido em Dezembro de 2009 apresentou crescimento de 29% em relação a 2008 atingindo US\$ 36,1 bilhões. No entanto, apesar do expressivo crescimento, a indústria Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* permanece distante da média mundial que é de 3,7% do PIB de acordo com o Segundo Censo Brasileiro de *Private Equity* e *Venture Capital*.

⁵ Sigla usada para Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários. Vide referências bibliográficas para obter a lista completa das Instruções citadas e onde podem ser obtidas.

Gráfico 2 – Evolução do capital comprometido alocado no Brasil em US\$ Bilhões.



Fonte: Segundo Censo Brasileiro de *Private Equity e Venture Capital*.

Dados recentes elaborados em parceria pela Associação Brasileira de *Private Equity e Venture Capital* (ABVCAP) e pela empresa de auditoria e consultoria KPMG, apontam que o capital comprometido nos veículos regulamentados pela ICVM 209 e ICVM 391, alcançaram o montante de R\$ 83 bilhões em 2012, crescimento de 31% em relação a 2011.

Os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE) foram criados em 1994, através da Instrução Nº 209 (ICVM 209) editada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com o intuito de estimular investimentos em empresas emergentes, cujo faturamento anual líquido do ano anterior à aquisição fosse inferior a R\$ 30 milhões. A instrução sofreu diversas alterações, atingindo em 2008 o limite de faturamento anual líquido de R\$ 150 milhões e, até a edição da ICVM 209, as *holdings* eram o veículo de investimento típico de PEVC no Brasil.

A constituição dos FMIEE é um marco da indústria no Brasil por corrigir as principais limitações das *holdings* dentre as quais vale destacar: 1) Os ganhos de capital dos investidores apresentavam a mesma tributação que a empresa; 2) O veículo é uma empresa e como tal não possui duração limitada; 3) Só poderia receber investimento de investidores estrangeiros se fosse de capital aberto o que gerava custos de abertura de capital e de manutenção.

A despeito das inúmeras vantagens existentes na estrutura FMIEE, as definições constantes no Primeiro Artigo da Instrução ICVM 209 limita os investimentos feitos por meio de veículo:

“Art. 1º O Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes, constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteira diversificada de valores

mobiliários de emissão de empresas emergentes, e de sua denominação deverá constar a expressão "Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes.

§1o Entende-se por empresa emergente a companhia que apresente faturamento líquido anual, ou faturamento líquido anual consolidado, inferiores a R\$ 150.000.000,00 (cento e cinquenta milhões de Reais), apurados no balanço de encerramento do exercício anterior à aquisição dos valores mobiliários de sua emissão. (...)

§ 3º É vedado ao Fundo investir em sociedade cujo controle acionário seja detido por grupo de sociedades, de fato ou de direito, cujo patrimônio líquido consolidado seja superior a R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de Reais). ” (ICVM 209, 1994).

Para contornar as limitações impostas pela Instrução N° 209 (ICVM 209), a CVM editou em 2003 a Instrução N° 391 (ICVM 391) que regulamenta a constituição de Fundos de Investimentos em Participações (FIP), que - assim como os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE) - é um veículo (Fundo) caracterizado como um condomínio fechado, com autorização para investir em ativos acionários ou conversíveis em ações de empresas abertas ou fechadas. A instrução normativa que regulamenta os FIPs é mais abrangente quanto à destinação dos recursos do veículo quando comparada a ICVM 209.

“Art. 2o O Fundo de Investimento em Participações (fundo), constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração.” (ICVM 391, 2003)

Outra sofisticação da ICVM 391, quando comparada a ICVM 209, é a presença na instrução normativa de diversos instrumentos de controle do fundo sobre a empresa investida, dos quais cabe destacar: adesão a câmara de arbitragem para a resolução de conflitos; em caso de abertura de capital, adesão à níveis diferenciados de governança corporativa; auditoria anual das demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM; e mandato de 1 (um) ano para todo o Conselho de Administração (CA).

Portanto, fica implícito na ICVM 391 o posicionamento do órgão regulador em permitir ao veículo de investimento, i.e, o Fundo de Investimento, as atividades de gerenciamento de portfólio como a inserção de sócios qualificados, profissionalização da gestão, introdução de níveis de governança corporativa, acesso a outras fontes de recursos, e a integração com outras empresas cujo veículo possua participação.

1.3 Agentes envolvidos

Para melhor analisar a influência dos fundos de *Private Equity* na governança corporativa das empresas e, conseqüentemente, do mercado em geral é necessário conceituar os agentes envolvidos da indústria e os potenciais conflitos de interesse existentes entre as partes.

Uma estrutura de típica de *Private Equity* é constituída sob a forma de uma “*Limited Partnership*”, na qual o gestor do fundo é o “*General Partner*” e o investidor é o “*Limited Partner*”. Os termos evidenciam a relação de responsabilidade e direitos entre as partes, ou seja, o gestor é responsável pela administração do portfólio do fundo recebendo para tal a taxa de administração e a taxa de performance pactuada no regulamento do fundo.

Os investidores não podem participar diretamente da administração do fundo, entretanto, seus direitos são garantidos pelas normas emanadas pela autoridade do mercado, no caso brasileiro a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e pelas condições pactuadas no regulamento do fundo e nos documentos ratificados nas assembléias de cotistas.

A indústria de PEVC está sujeita a três esferas distintas de conflitos de interesse ou conflitos de agência: (1) O conflito entre gestores dos fundos e investidores, (2) Os conflitos entre gestores e empreendedores conhecido como conflito de agência, e (3) Os conflitos de interesse na fase de saída dos investimentos, que impactam o mercado de capitais como um todo. Nesse capítulo apenas será tratado brevemente o conflito entre gestores e investidores enquanto no terceiro capítulo os demais serão abordados com maior profundidade.

Os potenciais conflitos de interesse entre investidores e gestores, segundo Sahlman (1990), são causados pela assimetria de informação entre as partes. A assimetria de informação é agravada segundo o autor pela restrição presente na legislação americana da participação dos investidores nas atividades de investimento e gerenciamento.

Assim como na estrutura legal americana a indústria brasileira de PEVC também apresenta a estrutura de “*Limited Partnership*”, portanto como nos EUA, apresenta diversas características identificadas por Sahlman como mitigadoras dos problemas de agência como:

- Duração limitada do fundo;

- Investidores podem deixar de aportar capital que já haviam comprometido, ainda que sujeitos a penalidades contratuais;
- Remuneração dos gestores altamente baseada no desempenho do fundo em relação a algum *benchmark*;
- Distribuição obrigatória dos ganhos obtidos por meio das vendas de participações das empresas investidas;
- Diversas restrições em áreas com conflitos de interesse, tais como restrições a investimentos pessoais dos gestores em empresas que receberam investimento do fundo de PEVC.

O autor observou que algumas cláusulas são sinalizadores que permitem aos investidores avaliarem a qualidade do gestor, ou seja, bons gestores estariam dispostos a sujeitar-se a um maior número de restrições do que maus gestores.

Por outro lado, Lerner e Gompers (1996), em um estudo posterior e com uma base de dados ampliada, defendem que os gestores com maior reputação podem negociar cláusulas mais favoráveis - neste caso, menos restrições em virtude do maior poder de barganha.

Entretanto é importante observar quais interesses os gestores poderiam ter para reduzir o número de restrições, se ao invés disso poderiam simplesmente aumentar a remuneração prevista no regulamento.

Lerner e Gompers argumentam que remuneração e as restrições seriam ambas, formas de remuneração dos gestores, seja pelos ganhos auferidos no primeiro caso ou pela redução de custos no segundo caso. Logo, os gestores barganhariam por menos restrições já que essas cláusulas apresentam um custo menor de negociação.

Triantis (2001) contra-argumenta que os investidores típicos de PEVC não deixariam de levar em consideração as restrições aos gestores presentes no contrato antes de efetuarem o aporte de recursos. A razão seria a sofisticação desse tipo de investidor.

Especificamente no caso brasileiro o argumento de Triantis seria a princípio válido em virtude da limitação dos agentes que podem investir em Fundos de Investimentos em Participações presentes nas instruções ICVM 209 e ICVM 391 abaixo.

“Art. 5º Somente poderão investir no fundo investidores qualificados, nos termos da regulamentação editada pela CVM relativamente aos fundos de investimento em títulos e valores mobiliários, com valor mínimo de subscrição de R\$ 100.000,00 (cem mil reais).” (ICVM 391, 2003)

Com base nos dados do Primeiro Censo Brasileiro da Indústria de Private Equity e Venture Capital elaborado pela Fundação Getúlio Vargas, Coelho (2007) desenvolveu testes para determinar as características dos contratos de PEVC no caso brasileiro. O resultado foi muito parecido ao obtido por Gompers e Lerner “Apesar da base de dados disponível ser significativamente diferente da utilizada por Gompers e Lerner” (Coelho, 2007).

Coelho (2007) é enfático quanto à necessidade de estudos posteriores com uma base de dados aperfeiçoada, porém defende que “há fortes evidências sustentando as previsões baseadas nos custos de agência”. Quanto ao argumento de Triantis, o autor observou que os resultados foram menos conclusivos, ou seja, os investidores podem não estar adequadamente observando as restrições do contrato, a despeito de serem “sofisticados”.

Assim como teorizado por Salhman, Coelho encontrou evidência de grande influência reputacional na elaboração dos contratos.

“Como novidades interessantes do caso brasileiro, temos o fato do montante de capital fundo aparecer como variável muito importante e que leva a um menor número de restrições contratuais. Como a variável montante de capital do fundo tem dois efeitos antagônicos: o de redução dos custos de monitoramento e o reputacional, o que pode estar ocorrendo é uma forte dominância do efeito reputacional. Essa explicação é consistente com o fato do setor ainda estar desenvolvendo-se no Brasil, o que levaria a uma maior demanda por sinais capazes de diferenciar os gestores.” (Coelho, 2007)

Posteriormente, Gioielli (2008) apresentou a importância do componente reputacional na solução dos potenciais conflitos entre gestores e empreendedores e os existentes na fase de saída dos investimentos.

1.4 Comparações internacionais

Apesar de muito influenciada pela indústria americana de *Private Equity* e *Venture Capital* - a exemplo da questão normativa e contratual anteriormente abordada - grandes diferenças no formato de atuação podem ser observadas em virtude das enormes disparidades macroeconômicas e do tempo de desenvolvimento da indústria no Brasil e nos demais países.

A comparação entre a indústria brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* e a americana já foi abordada a exaustão, contudo tratar da questão se faz necessário em virtude das modificações ocorridas na economia brasileira e americana nos últimos anos. Em face de tais mudanças, o caso americano pode auxiliar a previsão de possíveis mudanças no modelo brasileiro no decorrer dos próximos anos.

Através do estudo de larga bibliografia sobre a indústria no Brasil e no mundo, Comodo (2009) apresentou as diferenças entre a atividade de PEVC no Brasil e no resto do mundo.

A diferença mais evidente entre os modelos é a predominância do modelo de gestão: os “Investidores financeiros” são os predominantes na indústria americana e apresentam alguma importância na Europa, e o foco desses gestores é especialmente a atuação em operações alavancadas por meio de instrumentos de dívida conhecido como “*Leveraged Buyout*” (LBO); No Brasil, por sua vez, predominam os “Investidores intervencionistas” que fazem aquisições com pouca utilização de instrumentos de dívida e atuam de forma ativa nos negócios da companhia investida – se fazendo valer das inovações tratadas anteriormente que foram introduzidas pela ICVM 391.

“Enquanto os tradicionais gestores financeiros comumente observados nos EUA focam suas atividades na mudança da estrutura de capital e governança das empresas investidas, os intervencionistas têm estabelecido o modelo de monitoramento ativo como meio catalisador para a geração de valor dentro das empresas. Estes gestores atuam como investidores ativos com grande envolvimento dentro do processo estratégico e nas estruturas operacionais das companhias do seu portfólio” (Comodo, 2009)

Contudo, há evidências que o ambiente econômico adverso - pós crise financeira internacional de 2008 - veio a elevar o intervencionismo dos gestores de PEVC nos EUA como destacou Comodo (2009).

“A atual retração econômica irá exigir destes agentes esforços na direção de uma participação mais ativa no dia-a-dia das empresas investidas para perseguir taxas de retorno diferenciadas dos seus portfólios em um ambiente de mercado mais difícil.” (Comodo, 2009)

Se por um lado nos EUA o ambiente econômico adverso estimulou o intervencionismo dos gestores - antes limitado a implementação de sistemas de remuneração que levassem ao alinhamento dos interesses da empresa e dos executivos - por outro lado no Brasil o elevado grau de informalidade e de empresas de controle familiar tende a preservar a atividade dos

investidores intervencionistas na indústria brasileira de PEVC – isto apesar da redução das taxas de juros estimularem a adoção cada vez maior de instrumentos de dívida. Conforme observou Comodo:

“As estruturas de PE/VC (...) são uma realidade tanto nos EUA quanto no Brasil e já se mostram consolidadas, mas a recente crise financeira irá mudar significativamente a dinâmica da indústria. Negócios alavancados gerados exclusivamente por meio da contração de dívida e inúmeros agentes atuando por meio da abordagem financeira certamente serão extintos, ao passo que aqueles que demonstraram performance acima da média por implementarem práticas intervencionistas terão a oportunidade de atuar como consolidadores deste mercado, estabelecendo novas formas de abordagem voltadas para a obtenção de retornos superiores de longo prazo e implementação de mudanças ainda mais focadas na geração de valor como um todo para a indústria.” (Comodo, 2009)

O entendimento da atividade de gestão intervencionista é de fundamental importância para compreender as influências da atividade *Private Equity* e *Venture Capital* na governança corporativa das empresas investidas, assunto este que será tratado nos próximos capítulos.

Conforme será tratado nos capítulos seguintes, a forma como o ciclo de investimento dos veículos de *Private Equity* e *Venture Capital* é organizado exige o desenvolvimento de uma série de estruturas que permitam o alinhamento de interesses entre executivos, gestores e investidores. Os gestores preferem aplicar os recursos do fundo em empresas na qual podem exercer o controle, de forma a perseguir o maior rendimento para o fundo e consequentemente auferir a taxa de performance acordada previamente. Os investidores desejam o melhor retorno, porém exigem restrições no regulamento do fundo que diminuam as possibilidades dos gestores efetuarem investimentos imprudentes visando obter os bônus atrelados ao desempenho. Por fim, vale destacar que os executivos almejam posições de comando, de difícil acesso caso a empresa esteja sob o comando de uma família.

CAPÍTULO 2 – Governança corporativa

2.1 Definição

Antes de abordar a influência da atividade de *Private Equity* e *Venture Capital* na governança corporativa das empresas é preciso conceituar o que é governança corporativa.

Segundo o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) “a governança corporativa surgiu para superar o conflito de agência, decorrente da separação entre a propriedade e a gestão empresarial. Nesta situação o proprietário (acionista) delega a um agente especializado (executivo) o poder de decisão sobre a sua propriedade.”

O conflito de agência introduzido no primeiro capítulo pode ser solucionado através da governança corporativa, que é o conjunto de mecanismos de monitoramento que podem ser estabelecidos em contrato - assim como as restrições aos gestores - ou incentivos que levem ao alinhamento de interesse entre executivos e acionistas.

De acordo com o IBCG:

“A boa governança corporativa proporciona aos proprietários (acionistas ou cotistas) a gestão estratégica de sua empresa e a monitoração da direção executiva. As principais ferramentas que asseguram o controle da propriedade sobre a gestão são o conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal.”
(IBCG, 2013)

A ausência de bons sistemas de governança corporativa pode prejudicar as empresas, funcionários, acionistas e, por fim, o mercado por permitir:

- Fraudes
- Abusos de poder
- Erros estratégicos
- Investimentos imprudentes

2.2 Políticas para o desenvolvimento da governança corporativa no Brasil e no Mundo

O mais notável exemplo de fraude e, portanto, de falha ou ausência dos mecanismos de controle e incentivos preconizados pela governança corporativa, foi o caso da Enron, no qual - visando obtenção de bônus, propiciados pelos resultados de curto prazo - os executivos da Enron aprovaram investimentos imprudentes e “obtiveram” lucros mediante a contabilização

por um método que infringia os princípios contábeis. É importante destacar que a cumplicidade da empresa de auditoria, Arthur Andersen, foi essencial para sustentar a impressão de uma empresa de sucesso que a Enron manteve por um longo período.

O caso da Enron resultou na falência da empresa, com prejuízo para os acionistas e desemprego para milhares de funcionários, além da perda de confiança no mercado de capitais. Visando restabelecer a confiança no mercado de capitais, o Congresso americano aprovou em 2002 a lei Sarbanes-Oxley, também conhecida como SOX.

A SOX estabelece rígidos controles para empresas de auditoria, além de responsabilização dos executivos e responsáveis pela auditoria. Os condenados pela lei Sarbanes-Oxley podem ter que pagar multas que variam de 1 (um) milhão até 5 (cinco) milhões de dólares, bem como penas de reclusão de até 20 anos. As regras são aplicadas para empresas de capital aberto na bolsa americana, incluindo empresas estrangeiras que tenham emitido ADRs (*American Depositary Receipts*), como a Petrobras, Ambev, Vale, Cemig, Natura, entre outras empresas brasileiras de grande porte.

A discussão de práticas de governança corporativa precede ao notável caso da Enron, mas é estimulado por escândalos como os que originaram em 1992 o relatório Cadbury que é “considerado o primeiro código de boas práticas de governança corporativa” (IBGC, 2013). Em 1997, em meio à crise asiática - que também foi influenciada por escândalos corporativos - a Federação Japonesa das Organizações Econômicas lançou relatório com recomendações sobre práticas de governança corporativa.

“O documento, elaborado por uma comissão coordenada por Sir Adrian Cadbury, surgiu como resposta aos escândalos registrados no mercado corporativo e financeiro da Inglaterra no final dos anos 1980. O Relatório influenciou as publicações dos futuros códigos de diversos países.” (IBGC, 2013)

Apesar do surgimento no mesmo período e em resposta a escândalos causados por conflitos de interesse entre proprietários e administradores, os manuais e modelos de governança corporativa divergem entre países em virtude das diferenças do papel do mercado de capitais vigentes em cada país. Como sintetizou o IBGC:

“Nos últimos anos, a adoção das melhores práticas de governança corporativa tem se expandido tanto nos mercados desenvolvidos quanto nos em desenvolvimento. No entanto, mesmo em países de similares idiomas e

sistemas legais, como EUA e Reino Unido, o emprego das boas práticas de governança corporativa apresenta diferenças quanto ao estilo, estrutura e enfoque.” (IBGC, 2013)

O IBCG divide os sistemas de governança corporativa em dois: (1) “*Outsider system*” predominante nos EUA e no Reino Unido no qual os acionistas estão pulverizados, logo não intervêm diretamente nas operações; e o (2) “*Insider System*” que predomina na Europa e no Japão no qual grandes acionistas estão diretamente ligados as operações da empresa.

Tabela 3 – Modelos de governança corporativa observados no mundo

Outsider System	Insider System
Estrutura de propriedade dispersa	Estrutura de propriedade concentrada
Papel relevante do mercado de ações na economia	Maior presença e poder de conglomerados industrial-financeiros
Ativismo e grande porte dos investidores institucionais	Baixo ativismo e menor porte dos investidores institucionais
Foco na maximização de valor para os acionistas (<i>Shareholder oriented</i>)	Reconhecimento maior de outras partes relacionadas à empresa como os funcionários (<i>Stakeholder oriented</i>)

Fonte: Elaboração própria com base nas informações contidas no site do IBGC.

O modelo de governança adotado no Brasil possui características e influências dos dois sistemas como ficará claro no decorrer deste capítulo, sendo difícil e controverso classificar em “*Outsider System*” ou “*Insider System*”, apesar do maior número de semelhanças com este o último.

A preocupação com a governança corporativa no Brasil entrou em pauta em 1999, com o “Primeiro Código sobre Governança Corporativa”, elaborado pelo IBGC quatro anos após sua criação como Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração. No mesmo ano, a CVM lançou a instrução ICVM 299, que regula a divulgação das informações relativas à compra e venda de ações por parte da própria empresa, dos seus controladores, administradores e membros do Conselho Fiscal.

Em 2002 a CVM editou as Instruções ICVM 358 e ICVM 361, que versam sobre a divulgação de fatos relevantes (Alterando e complementando diversos artigos da ICVM 299) e Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA) respectivamente.

No ano seguinte a CVM lançou a instrução ICVM 381, que regulamenta os serviços de consultoria habitualmente oferecidos por empresas de auditoria. Os serviços de consultoria devem ter suas características como honorários, duração e procedimentos divulgados no relatório dos administradores, incluindo a declaração do auditor com as razões pelas quais, o serviço de consultoria a ser prestado não afeta a independência da auditoria externa.

A instrução ICVM 381 é semelhante às normas da SEC (*Security Exchange Commission*), equivalente no EUA a CVM, sendo portanto um ponto comum de governança entre o mercado de capitais brasileiro e o americano. A instrução pôde, de maneira razoavelmente simples, ser aplicada no Brasil uma vez que as grandes empresas de auditoria com escritórios no Brasil, já dispunham e aplicavam controles para monitorar conflitos de interesse em âmbito global após o episódio traumático do desmonte da Arthur Andersen.

A semelhança entre as normas emanadas pela CVM e autoridades estrangeiras do mercado de capitais não é uma surpresa ou uma coincidência uma vez que o Brasil - através da CVM - é membro fundador da Organização Internacional das Comissões de Valores (OICV) ou IOSCO na sigla em inglês. Criada em 1983 a organização conta com “130 membros de 80 países, responsáveis pela quase totalidade da capitalização do mercado de valores mobiliários mundial, a organização tornou-se o principal fórum internacional para as autoridades reguladoras dos mercados de valores e de futuros.” (CVM).

Estão listados como objetivos centrais da IOSCO a proteção dos investidores, a redução do risco sistêmico, e a manutenção de mercados justos, eficientes e transparentes. Visando atingir seus objetivos a IOSCO desenvolveu uma série de Resoluções baseadas no intercâmbio de informações, harmonização dos padrões regulatórios e estabelecimento de padrões para incentivar o cumprimento das leis, principalmente em questões transfronteiriças. Dentre as principais resoluções da IOSCO no que tange a governança corporativa estão:

- *Resolução sobre Assistência Mútua (Declaração do Rio);*
- *Resolução sobre Princípios de Conduta Internacional para Negócios;*
- *Resolução sobre Lavagem de Dinheiro;*
- *Resolução sobre Padrões Internacionais de Auditoria;*
- *Resolução sobre Supervisão de Conglomerados Financeiros;*
- *Resolução sobre Valores Mobiliários Transnacionais e Fraudes no Mercado Futuro;*

- *Resolução sobre Padrões de Contabilidade (IAS7);*
- *Resolução sobre a Coordenação entre Mercado a Vista e de Derivativos;*
- *Resolução de Compromisso aos Princípios Básicos da IOSCO sobre altos Padrões Regulatórios e Cooperação e Assistência Recíprocas;*
- *Resolução sobre Padrão Internacional para Cooperação relacionada à Fiscalização e Troca de Informações;*

Além de ser membro atuante na IOSCO o Brasil possui Memorandos de Entendimentos bilaterais (MOU, na sigla em inglês) com 26 países.

Em 2001 o governo federal promulgou a Lei nº 10.303, também conhecida com a Lei das S.A. A mesma inovou ao proteger e assegurar mais direitos aos acionistas minoritários de empresas abertas e fechadas. Dentre os direitos assegurados estão: (1) Redução do limite para emissão de ações preferências de 67% para 50%; (2) Os titulares de 10% do capital votante e os acionistas de ações preferências podem eleger membro de conselho fiscal em eleição em separado; (3) A introdução de arbitragem como mecanismo de solução de conflitos.

Antes da Lei 10.303/2001 o formato de 67% de preferências e 33% de ordinárias permitia o poder absoluto do controlador mesmo só possuindo uma fatia de apenas 17% do capital social da companhia. Apesar da evolução da Lei das S.A, muitos dos direitos foram concedidos apenas para acionistas de empresas abertas.

A Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) também contribuiu para aplicação das práticas de governança corporativa ao adotar no ano 2000 níveis diferenciados de listagem de acordo com práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas. Além do mercado tradicional, foram criados três segmentos de governança: Nível 1, Nível 2 e Novo mercado. No ano seguinte a Bovespa também criou o Índice de Governança Corporativa (IGC) com uma carteira composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa.

Em 2009 a Bovespa lançou um novo segmento visando estimular a entrada de empresas na bolsa em virtude dos menores custos para a captação e tempo até se adequarem a alguns critérios de governança e liquidez, cujo caminho natural segundo a Bovespa, seria a adequação ao Novo Mercado. Contudo até o momento apenas três empresas estão listadas no segmento denominado Bovespa Mais.

Tabela 4 – Critérios dos segmentos de listagem da BM&FBovespa

	<i>Novo Mercado</i>	<i>Nível 2</i>	<i>Nível 1</i>	<i>Tradicional</i>
Características das ações emitidas	Somente ações ON	Ações ON e PN (Com direitos adicionais)	Ações ON e PN (Conforme legislação)	
Percentual mínimo de ações em circulação	No mínimo 25 de <i>free float</i> .			Não há regra
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária			Não há regra
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (Conforme legislação)	
Vedação à acumulação de cargos	Cargo do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (Carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra
Obrigação do Conselho de Administração	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra	
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório			Facultativo
Concessão de Tag Along	100%	100%	80% para ações ON (Conforme legislação)	
Adesão � câmara de arbitragem do mercado	Obrigatório		Facultativo	
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econ�mico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída de segmento		Conforme legislação	

Fonte: Adaptado do site da BM&FBovespa.

Os  ndices diferenciados de listagem como os explicitados acima, dificilmente por si só surtiriam o efeito de impelir as empresas para a adoção de melhores práticas de governança corporativa, se não fosse, a adoção da Resolução 3.792/09 do Banco Central do Brasil (BCB) que regula no Artigo n  36 os investimentos de renda variável feitos por Empresas Fechadas

de Previdência Complementar (EFPC), estabelecendo percentuais máximos que essas entidades podem aplicar em ações listadas nos segmentos mais baixos de governança corporativa.

Diversos fundos de investimento, ainda que não regulados pela Resolução 3.792/09, adotam em seus regulamentos - como forma de restrição a atuação dos gestores - limitações ao investimento em ações de empresas classificadas nos níveis mais baixos de governança corporativa. Apesar das ações voltadas para adoção de melhores práticas de governança corporativa, veremos na seção 2.4 que as empresas brasileiras de capital aberto apresentam resultados inferiores quando comparadas as companhias norte americanas.

2.3 Visão geral dos mercados de acesso no Brasil e no Mundo

O fracasso do segmento de acesso da bolsa brasileira, o Bovespa Mais, tem sido apreciado em diversos estudos no qual dois deles se destacam: (1) Estudo denominado PAC-PME realizado por um grupo composto por 16 bancos, nove consultorias/auditorias, 31 escritórios de advocacia e 51 entidades incluindo sindicatos; e (2) Estudo publicado pela BM&FBovespa em parceria com ABDI, BNDES, CVM e FINEP, intitulado “Utilização do Mercado de Capitais para o Financiamento de Pequenas e Médias Empresas por meio de Ações”. Ambos estudos apresentam comparações internacionais como as presentes na Tabela 3, como forma de defender incentivos tributários, financeiros e normativos por parte do poder público, visando promover a abertura de capital de pequenas e médias empresas.

O estudo publicado pela BM&FBovespa analisou os custos fixos de captação no Canadá, Inglaterra, Austrália, Coreia do Sul, Polônia, China, Espanha e Brasil. A conclusão observada é que os países apresentam custos fixos de captação semelhantes ao brasileiro. Por mais que tenham ocorrido dificuldades na mensuração dos custos, como a contabilização dos custos de oportunidade dos funcionários e executivos com o processo de abertura e os custos de manutenção, para os quais o estudo não obteve dados consistentes, a crise de 2008 deixou evidências que a demanda pelos papéis é mais relevante que os custos de captação para as empresas uma vez que os mercados de acesso desses países foram afetados mesmo sem alterações nos custos.

“Apesar do custo fixo não ser uma barreira nos mercados visitados, ele pode ser importante se o emissor não tiver certeza da captação: são custos que terão de ser pagos mesmo na eventualidade da oferta não dar

certo. Nesse cenário, os valores possivelmente seriam importantes, principalmente no caso de PMEs, cuja geração de caixa pode não comportar o pagamento extra dessas despesas” (BM&FBovespa, 2013).

Um sem número de observações está presente no profundo estudo do grupo, contudo as ações das instituições participantes para o mercado brasileiro de acesso estão dirigidas a flexibilização de algumas normas de governança e a divulgação de resultados, de forma similar as regras já existentes nos países estudados, contíguo a adoção de incentivos fiscais para empresas e ou investidores assim como o estabelecido na maioria dos países estudados.

O estudo do Grupo PAC-PME segue a mesma linha do divulgado pela BM&FBovespa, defendendo que as desonerações propostas teriam efeito nulo na arrecadação dado o aumento da arrecadação proveniente do aumento dos investimentos, do nível de emprego e da formalização do mesmo.

Tabela 5 – Mercado de acesso em países selecionados

País	Mercado de acesso	Incentivo		Número de companhias listadas
		Emissor	Investidor	
Canadá	TSX venture	Não há	Utilização de IR para compra de ações em IPO	2.277
Austrália	ASX	Não há	Não há	2.211
Inglaterra	AIM Market	Não há	Redução de alíquota de IR se os ganhos forem reinvestidos no AIM e isenção de imposto na transferência de ativos por herança	1.114
Coréia do sul	Kosdaq	Não há	Isenção de imposto	1.031
Polônia	New Connect	Não há	Não há	351
China	ChiNext	Não há	Isenção do pagamento de imposto sobre o ganho de capital em setores específicos (ex. Tecnologia)	332
Espanha	MAB-EE	Não há, mas as empresas contam com linhas de crédito e subvenção do Ministério da indústria e de instituições de fomento	Redução de alíquota de IR se os ganhos forem reinvestidos no MAB-EE	17
Brasil	Bovespa Mais	As empresas têm até sete anos para se adequarem as exigências de “free float”.	Não há	3

Fonte: Adaptação da tabela da Revista Capital aberto com a inclusão do Brasil.

Pode parecer estranho uma medida de desoneração tributária, cujo efeito líquido sobre as contas públicas seja nulo, e contando com amplo apoio dos mais diversos setores da sociedade não tenha sido apreciada mesmo depois de mais de um ano de debates. Entretanto, deve ser lembrado que o Brasil já aplicou políticas desoneração tributária ao mercado de capitais, o decreto-lei de número 157 de 1967 deu origem aos fundos de cotas de ações denominados fundos 157. A medida permitia que os contribuintes destinassem uma fatia de 5% a 10% do imposto de renda devido para os fundos 157. Os fundos captaram enormes montantes de investidores que aplicaram nos fundos não como uma forma de aplicação rentável, mas como uma forma de pagar menos impostos. O excesso de recursos no mercado de capitais resultou na listagem de empresas pouco saudáveis, que visavam captar recursos sem alterações nos planos de negócios que permitissem lucratividade para os investidores.

2.4 Resultados das melhores práticas de governança adotadas no Brasil

A adoção de melhores práticas de governança corporativa pelas empresas de capital aberto pode ser observada nos resultados da pesquisa “A governança Corporativa e o Mercado de Capitais”, publicada desde 2006 pela KPMG. A publicação inicialmente era elaborada exclusivamente a partir da análise do formulário anual “20-F” que as empresas com capital aberto nos EUA eram obrigadas pela Lei Sarbanes-Oxley a publicar. Em 2008 com objetivo de aprofundar o estudo, a KPMG em parceria com o Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (Fipecafi) incluiu no estudo, além das empresas com “*American Depositary Receipts*” níveis 1 e 2 emitidos, as 100 empresas que compunham o Novo Mercado e outras 100 empresas aleatoriamente sorteadas dentre as 450 listadas.

Não deve ser omitida que as mudanças ocorridas na amostra das empresas, questionários e nos formulários de referência que basearam as sete edições do estudo da KPMG acerca da governança corporativa das empresas no Brasil exigem discrição quanto possíveis conclusões derivadas.

No estudo de 2008 as mais de 200 empresas analisadas foram separadas em três grupos: Emissoras de ADRs, Empresas do Novo Mercado e Empresas da Bovespa. Em uma primeira análise o método de corte do estudo resultou em perfis muito diferentes em três aspectos:

“Em relação ao porte, o grupo de empresas emissoras de ADRs mostrou-se muito maior do que os demais” (KPMG, 2008)

“Sobre o setor de atuação, percebe-se outra distinção clara entre os grupos. Enquanto as empresas de telecomunicações compreendem cerca de 1/4 do total de empresas com ADRs 2 e 3, no Novo Mercado é o setor de Construção Civil que apresenta uma predominância em proporção similar.” (KPMG, 2008)

“Enquanto cerca de 40% das empresas emissoras de ADRs são controladas de forma compartilhada por meio de acordo de acionistas, no grupo de empresas do Novo Mercado é o tradicional controle familiar que predomina, com cerca de 50% das empresas submetidas a esse tipo de acionista controlador.” (KPMG, 2008)

Como observado no estudo em questão, o porte, setor de atuação e tipo de acionista controlador influenciam as práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas, o que prejudica a comparação direta entre os grupos.

Outra observação relevante para a interpretação dos resultados é a deficiência do método de pesquisa empregado, uma vez que “uma abordagem de “*marcar caixinhas*” (como a empregada no estudo), não assegura que tais empresas sejam mais bem governadas no seu dia-a-dia” (KPMG, 2008).

Em dezembro de 2009 a CVM editou a Instrução N° 480 cujo modelo “é inspirado no documento denominado *shelf registration system*”(CVM) elaborado pela IOSCO, no qual todas as informações das companhias abertas são reunidas em um único documento. O formulário de informações anuais (IAN) fruto da ICVM 480 passou em 2010 – o primeiro ano de vigência efetiva – assim como o “20-F” da SEC, a permitir uma análise mais profunda das práticas de governança corporativa de empresas listadas no Brasil.

A edição de 2010 do estudo da KPMG foi enriquecida pelo maior número de informações disponíveis em função da Instrução N° 480 da CVM e também incluiu um quarto grupo constituído pelas empresas listadas nos níveis 1 e 2 de governança corporativa da BM&FBovespa além dos 3 grupos presentes nas edições anteriores.

A primeira observação da edição de 2010 surpreende, pois ao contrário do esperado pelas medidas de diferenciação de listagem das empresas em níveis de governança corporativa por parte da bolsa brasileira, o grupo de ações do novo mercado não apresentou na média, desempenho superior aos demais grupos. Na edição de 2012, mesmo com a

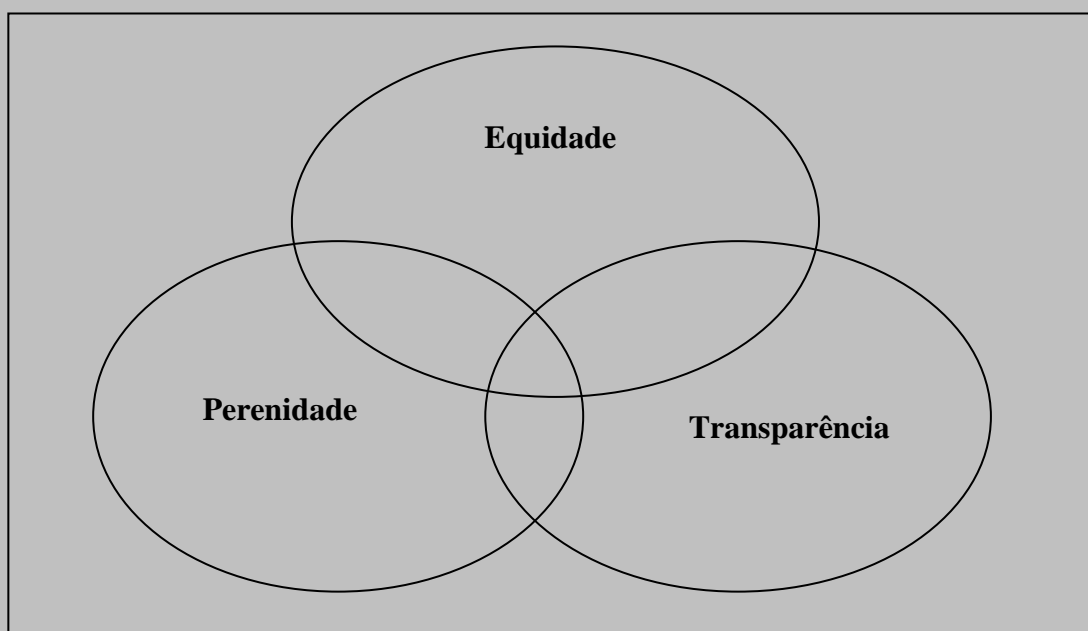
melhora nos indicadores este grupo continuou apresentando na média, resultados inferiores aos demais grupos de empresas.

A aparente contradição está relacionada aos critérios estabelecidos pela bolsa na criação dos segmentos diferenciados, no qual a equidade ganhou papel de destaque. Pode ser observado na tabela 4 acima, que as empresas enquadradas no Novo Mercado não podem possuir ações do tipo preferenciais, e os acionistas minoritários possuem o direito de receber o mesmo valor que o controlador em caso de uma oferta de venda – *tag along* - enquanto a Lei das S.A no artigo 254 garante apenas 80% de *tag along*.

“Esta condição está baseada nos aspectos de equidade, prestação de contas e transparência, pilares estes considerados prioritários no momento em que foram criados os níveis diferenciados de governança. Quanto ao quarto pilar de governança corporativa: perenidade ou também conhecida como sustentabilidade corporativa, houve uma menor regulação, permitindo que as empresas escolhessem as suas práticas e estruturas e as informassem ao mercado.” (KPMG, 2012)

Mesmo resolvendo a contradição, o argumento presente no estudo levanta a questão dos critérios e modelos de governança, no qual o modelo brasileiro - apesar de inúmeras semelhanças - em algumas normas diverge do americano por ser, assim como o europeu, menos regulado. As regulações americanas são mais rigorosas em questões como a corrupção, gerenciamento de risco e *compliance*, o que pode ser observado pelo melhor desempenho no estudo das empresas com ADRs emitidos que estão sujeitas a regulação americana.

Diagrama 1 – Critérios básicos de governança corporativa



Foi visto no decorrer deste capítulo, que as discussões acerca dos mecanismos de governança corporativa vieram a existir após a ocorrência de diversas fraudes que prejudicaram os acionistas e mercado de capitais como um todo, em função das consequências negativas sobre a perenidade das empresas e reputação do mercado de capitais. As características de igualdade e transparência dos modelos de governança corporativa foram adotadas, visando dificultar atitudes temerárias ou antieconômicas dos administradores em função de seus interesses pessoais em detrimento dos interesses dos acionistas e do mercado. Os mecanismos de controle à perenidade das empresas contraditoriamente foram pouco adotados em alguns modelos de governança corporativa como o brasileiro.

Apesar da evolução das práticas de governança corporativa no Brasil, principalmente nos critérios de equidade, o país ainda apresenta alta concentração do controle acionário, sobreposição entre propriedade e gestão, baixa efetividade dos conselhos de administração e deficiências nos mecanismos de gerenciamento de riscos.

CAPÍTULO 3 – Influência do PEVC na governança corporativa

Todo o trabalho de conceituação de governança corporativa e histórico de evolução das políticas e práticas do capítulo anterior visa abordar as influências do mecanismo de investimento dos fundos de *Private Equity* na governança corporativa das empresas e, conseqüentemente, no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Voltamos então às questões levantadas no primeiro capítulo a cerca das esferas de conflito de interesse: (1) Os conflitos entre gestores e empreendedores e (2) Os conflitos de interesse na fase de saída dos investimentos, que impactam o mercado de capitais como um todo.

Os investimentos de *Private Equity* usualmente precedem a abertura de capital, portanto as empresas investidas não são legalmente obrigadas a adotar mecanismos de governança corporativa como os estabelecidos pelas autoridades do mercado de capitais, por exemplo CVM e Securities Exchange Commission (SEC⁶). Caso práticas de governança sejam adotadas – como é inerente ao modelo de PEVC – dispendiosos mecanismos de transparência, como a publicação de resultados e fatos relevantes em diários oficiais e jornais de grande circulação, não são utilizados. A avaliação da efetividade dos fundos de PEVC na governança corporativa das empresas investidas fica, portanto, ainda mais desafiadora, pois não há - como visto no capítulo 2 - formulários de referência padronizados, especialmente se consideradas as falhas na metodologia de avaliação por meio dos mesmos.

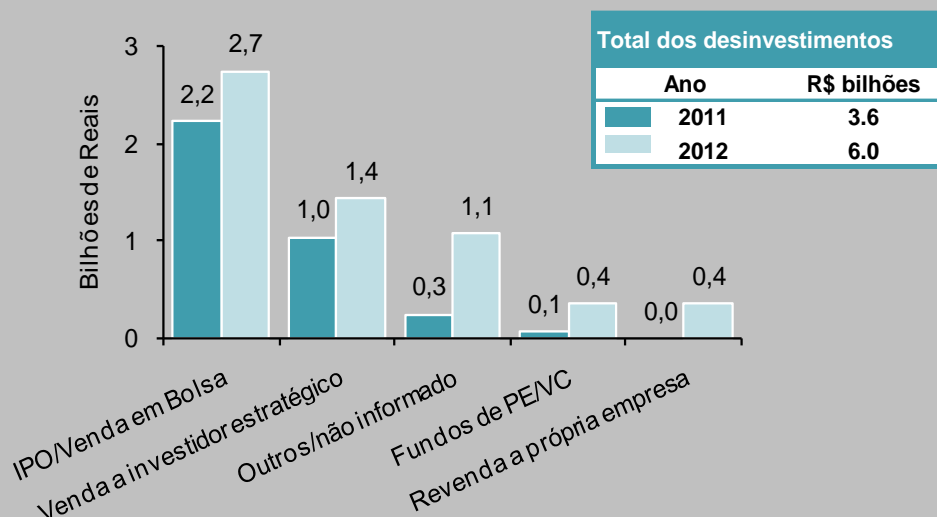
3.1 Relevância do IPO para os fundos de PEVC

Antes mesmo de se chegar a uma conclusão sobre a influência das estruturas de PEVC na governança corporativa das empresas investidas, o leitor pode questionar a relevância do estudo dado o volume captado ou número de captações feitas por empresas com investimento de PEVC em relação ao total das captações de forma que no mercado de capitais como um todo não haveria uma alteração significativa na governança corporativa. Gioelli (2008), mediante a análise dos prospectos de abertura de capital das empresas no Brasil, apontou que entre Janeiro/2004 e Julho/2007, 32,2% do volume captado em bolsa de valores no Brasil foi obtido por empresas investidas por fundos de PEVC ou por empresas que já receberam investimentos no passado – sendo importante destacar que, neste caso, a informação foi obtida por meio de notícias, portanto alguma diferença pode ser encontrada no recálculo.

⁶ Securities and Exchange Commission Órgão regulador dos Estados Unidos da América equivalente a CVM.

Segundo dados elaborados pela ABVCAP e pela KPMG em 2011, os IPOs chegaram a responder por 62% do volume dos desinvestimentos dos fundos de PEVC, caindo para 46% em 2012. Apesar da participação relativa menor o crescimento da indústria de PEVC permitiu que os IPOs executados por fundos obtivessem 22,7% a mais recursos que no ano anterior.

Gráfico 3 – Volume dos desinvestimentos dos fundos de PEVC



Fonte: KPMG; ABVCAP

Nota: Elaborado a partir dos dados de desinvestimento total e participação por modalidade.

Os dados acima deixam evidente que o volume e número de IPOs de empresas que sofreram investimentos de PEVC são relevantes para o mercado de capitais brasileiro, portanto, um melhor ou pior desempenho dessas empresas - no que tange a governança corporativa - é capaz de influenciar os resultados do mercado de capitais como um todo. Em virtude do papel dos fundos de PEVC de integrar as empresas ao mercado de capitais, os estímulos na adoção de melhores (ou piores) práticas tende a ser estender para empresas ainda sem pretensões de acessar o mercado financeiro.

Sendo a realização do IPO a forma de saída mais lucrativa para um fundo de PEVC, maiores seriam os ganhos para o fundo na adoção de quaisquer práticas que elevassem o valor percebido da empresa. Em uma primeira análise, as empresas investidas por fundos de PEVC não teriam qualquer incentivo para apresentar práticas de governança superiores às demais empresas. Entretanto, tal raciocínio ignora o ciclo de funcionamento dos fundos de PEVC, cujas captações das empresas investidas via abertura de capital ou emissão de títulos são corriqueiras e, portanto a divulgação de informações enviesadas visando elevar o valor da

empresa ou a redução do risco percebido para o mercado poderia no longo prazo prejudicar a obtenção de recursos para as demais empresas do grupo e/ou prejudicar o desinvestimento.

3.2 Gerenciamentos contábeis e governança corporativa.

Diversos trabalhos abordaram o comportamento das empresas investidas ou não por fundos de PEVC nas proximidades da realização do IPO, porém Gioelli (2008) aprimorou a metodologia de trabalhos anteriores na investigação do gerenciamento de resultados contábeis nos momentos que precedem a abertura de capital das empresas (IPO). Os trabalhos anteriores segundo a autora utilizaram dados extraídos dos demonstrativos contábeis anuais das companhias, o que impossibilita conclusões acerca dos gerenciamentos no momento mais crítico, i.e, aquele imediatamente anterior a realização da oferta pública inicial.

“Trabalhos que abordaram esta questão anteriormente na literatura (HOCHBERG, 2004; MORSFIELD e TAN, 2006) fizeram uso de dados em cross section extraídos dos demonstrativos contábeis anuais das companhias (no ano do IPO), o que impossibilitou a investigação sob um ponto de vista temporal, da forma como foi realizada no presente estudo.” (Gioelli, 2008)

Gerenciamentos contábeis são atos de intervenção da administração da companhia na elaboração dos relatórios financeiros com intuito de deturpar a realidade do negócio. Entretanto, deve ser feita a observação que diversas formas de gerenciamento contábeis não são ilegais, pois estas em sua essência devem ser tidas como ajustes para melhor representar a realidade do negócio. Um exemplo atual e que apresenta casos polêmicos e outros completamente usuais é a prática da contabilidade de hedge recentemente adotada por algumas companhias brasileiras como a Petrobras.

Matsumoto e Parreira (2007) fizeram uma melhor definição de gerenciamentos contábeis (ou “*earnings management*” na sigla em inglês) em um estudo com o objetivo de identificar as principais causas e as consequências da prática do gerenciamento de resultados contábeis nas empresas, tendo em vista os conceitos contábeis de transparência, subjetividade e flexibilidade das normas contábeis.

“(...) Percebe-se que a intencionalidade dos gestores, com o propósito de manipular os dados contábeis da empresa, está ligada diretamente à faculdade dada pelas normas e regulamentos contábeis para escolher dentre as alternativas a que melhor represente o momento da entidade, seja por conveniência particular como bônus (...) ou por motivação exógena como a pressão exercida pelos proprietários e pelo mercado de capitais,

haja vista a constante necessidade de atrair novos investidores para captação de recursos mais baratos”
(Matsumoto e Parreira, 2007)

A amostra do trabalho de Gioielli é constituída por empresas que efetuaram a distribuição pública de ações na Bovespa no período de Janeiro de 2004 a Julho de 2007. Seguindo o padrão dos trabalhos anteriores, foram excluídas as empresas financeiras e de exploração de imóveis em virtude da estrutura contábil diferenciada dessas companhias. Logo a amostra final ficou constituída de 69 empresas das quais 29 haviam recebido investimentos de fundos de PEVC. Posteriormente, exclusões pontuais foram feitas em virtude da falta de informações das companhias analisadas, resultando, em uma amostra final de 66 empresas.

Na tabela 6 abaixo é possível observar que as empresas com investimentos de PEVC apresentam de maneira geral características semelhantes as demais empresas. Algumas observações foram feitas pela autora:

“Quanto à localização, percebe-se grande concentração no Estado de São Paulo tanto nas companhias investidas por PE/VC (58,62%) quanto nas restantes (55,00%). Contudo, uma diferença notável entre os dois grupos é que 20% das empresas sem investimento de PE/VC possuem sede no Estado do Rio de Janeiro, enquanto nenhuma matriz de empresa do portfólio de fundos de private equity e venture capital se localiza neste Estado.” (Gioielli, 2008)

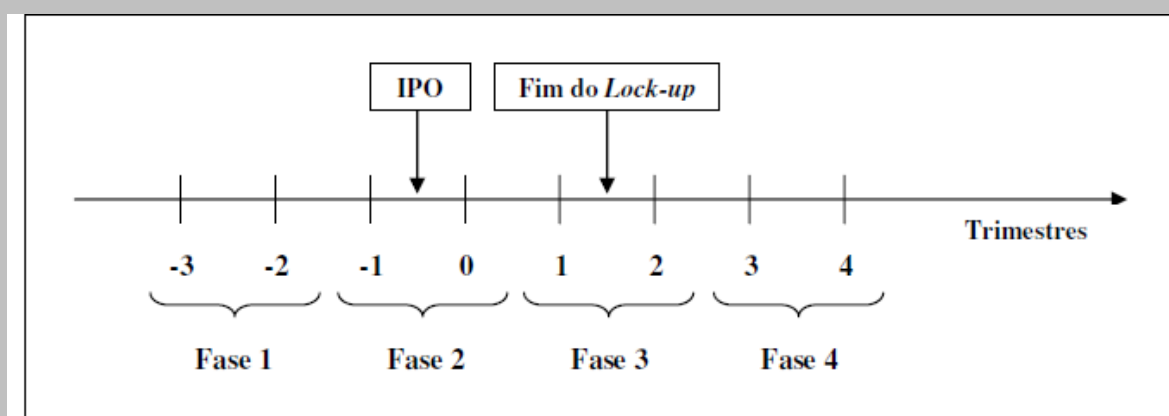
“As empresas do setor de Tecnologia da Informação, típicos alvos de investimentos de PE/VC, se apresentam em maior proporção no portfólio das organizações gestoras, o que também ocorre com os setores de Bens Industriais, Materiais Básicos e Consumo Cíclico. Quanto à idade das companhias na data do IPO, observa-se que não há muita diferença na distribuição entre as empresas com aporte de PE/VC e as demais”
(Gioielli, 2008)

Tabela 6 – Características gerais das empresas investidas

	Todas		Com investimento de PE/VC		Sem investimento de PE/VC	
	Nº empresas	% do total	Nº empresas	% do total	Nº empresas	% do total
Localização (Estado)						
São Paulo	39	56,52	17	58,62	22	55,00
Rio de Janeiro	8	11,59	0	0,00	8	20,00
Paraná	5	7,25	3	10,34	2	5,00
Minas Gerais	5	7,25	3	10,34	2	5,00
Outros	12	17,39	6	20,69	6	15,00
Total	69	100,00	29	100,00	40	100,00
Sector econômico						
Bens Industriais	4	5,80	2	6,90	2	5,00
Construção e Transporte	26	37,68	9	31,03	17	42,50
Consumo Cíclico	9	13,04	6	20,69	3	7,50
Consumo Não Cíclico	15	21,74	4	13,79	11	27,50
Materiais Básicos	3	4,35	2	6,90	1	2,50
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	1	1,45	0	0,00	1	2,50
Tecnologia da Informação	5	7,25	4	13,79	1	2,50
Telecomunicações	1	1,45	0	0,00	1	2,50
Utilidade Pública	5	7,25	2	6,90	3	7,50
Total	69	100,00	29	100,00	40	100,00
Idade (anos desde a fundação)						
Menos de 5 anos	4	5,80	1	3,45	3	7,50
Entre 5 e 10 anos	14	20,29	8	27,59	6	15,00
Entre 11 e 20 anos	13	18,84	5	17,24	8	20,00
Mais de 20 anos	38	55,07	15	51,72	23	57,50
Total	69	100,00	29	100,00	40	100,00

Fonte: Gioielli (2008)

Visando a investigação da prática temporal de gerenciamento de resultados, os resultados das companhias analisadas foram separados em 4 fases ao redor do momento do IPO: Fase 1 ou período pré-IPO; Fase 2 ou Período do IPO; Fase 3 ou período pré expiração da cláusula de “lock-up”⁷ e Fase 4 ou período pós “lock-up”.

Diagrama 2 – Fases ao redor do IPO

Fonte: Gioielli (2008)

⁷ No momento do IPO ou em fusões e aquisições de empresas tal cláusula é em geral empregada visando restringir que os controladores originais – inclui funcionários e outros que podem deter de informações privilegiadas - da companhia não vendam suas participações nos meses posteriores à transação.

Na Fase pré-IPO, definida pela autora como os dois trimestres anteriores ao trimestre imediatamente prévio ao IPO (-3 e -2 por convenção), no qual é esperado encontrar níveis baixos de manipulação dos resultados contábeis considerando que as empresas não apresentam interesse na prática.

Na Fase do IPO que engloba os trimestres, anterior e o posterior à data do IPO (-1 e 0) se encontra o momento de maior potencial para os gerenciamentos contábeis, uma vez que é neste momento que os administradores e controladores apresentam o maior interesse na avaliação positiva do valor da empresa. O trimestre imediatamente após o IPO tido na Figura como o momento 0 é incluído como fase do IPO, pois é esperado que os resultados continuem sendo gerenciados para evitar processos e prejuízos reputacionais a empresa e a seus administradores.

Na Fase 3, de pré-expiração da cláusula de *lock-up*, os controladores e administradores não podem vender participação ou opções das ações detidas da companhia. No Brasil o nível 2 e o Novo Mercado estabelecem o período de *lock-up* como os seis meses posteriores ao IPO. “*Como quase todas as empresas da amostra fazem parte destes dois níveis de governança diferenciada, adotou-se como período lock-up o intervalo de seis meses (dois trimestres) logo após o IPO.*” (Gioielli, 2008)

Na fase pós *lock-up*, os administradores não possuem qualquer incentivo para manter as práticas de gerenciamento contábil. Portanto, espera-se a redução ou o fim das práticas de manipulação.

Com base nas fases demarcadas acima a autora formulou as três hipóteses apresentadas abaixo para testar o efeito da participação de fundos de Private Equity e Venture Capital no nível de gerenciamento de resultados contábeis das companhias brasileiras que abriram capital no período do estudo.

Hipóteses:

H₁: Em períodos próximos ao IPO, empresas financiadas por fundos de PE/VC apresentam níveis de gerenciamento de resultados contábeis inferiores aos apresentados pelas empresas que não receberam este tipo de aporte de capital.

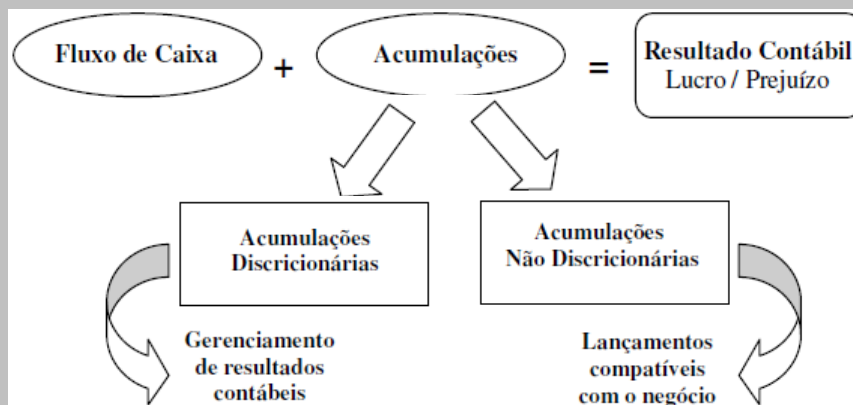
H_{2-a}: Nas Fases 2 e 3, os níveis de gerenciamento de resultados contábeis apresentados pelas empresas da amostra são superiores aos das Fases 1 e 4.

H_{2-b}: Empresas financiadas por fundos de PE/VC apresentam menor nível de gerenciamento de resultados nas Fases 2 e 3 do que as empresas que não contaram com este tipo de aporte de capital.

Como citado nesse capítulo, gerenciamentos contábeis são práticas que em essência visam fazer ajustes que melhor definam a realidade dos negócios da companhia ao público. Dada a impossibilidade de mapear todas as práticas de gerenciamento contábil em uma companhia, quanto mais em uma amostra de dezenas de empresas, a autora adotou como *proxy* de gerenciamento contábil as acumulações discricionárias correntes ou *discretionary current accruals* na sigla em inglês.

“O termo acumulação (accrual) é definido como a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional líquido. Acumulações positivas, portanto, implicam em lucros reportados maiores do que os fluxos de caixa gerados pelas operações da empresa. Contudo, acumulações positivas não são, por si só, evidências da ocorrência de gerenciamento de resultados com o intuito de inflar os lucros. Apenas a parcela discricionária, ou artificial, das acumulações constitui um indício da prática de manipulação de resultados contábeis.”
(Gioielli, 2008)

Diagrama 3 – Esquema explicativo dos componentes das acumulações



Fonte: Gioielli, 2008.

A autora adotou em seu trabalho os modelos já empregados em trabalhos anteriores como os modelos, Jones, Jones modificado e Jones modificado com ROA⁸ para o cálculo das acumulações discricionárias correntes, com a denominação ($AcD_{i,t}$) no presente trabalho.

“Os modelos de Jones e de Jones Modificado são os mais freqüentemente encontrados nos trabalhos internacionais sobre o tema. Cabe ressaltar que o modelo de Jones Modificado aplicado neste estudo difere do modelo originalmente proposto por Dechow et al. (1995). Foram introduzidos alguns ajustes sugeridos por Kothari et al. (2005), como forma de aprimorar o modelo. A utilização de três modelos diferentes busca conferir maior robustez e confiabilidade aos resultados. Por simplicidade, doravante os modelos serão chamados apenas de Jones, Jones Modificado e Jones Modificado com ROA.” (Gioielli, 2008)

Com base nos resultados dos modelos especificados, presentes na Tabela 7, há evidências que a hipótese H_1 é válida, ou seja, há indícios que empresas investidas por fundos de PEVC apresentam menor nível de manipulação contábil nos períodos próximos ao IPO.

“O Painel A também apresenta os valores do desvio-padrão, da mediana e das observações situadas no 25º e 75º percentil. Observa-se que existe uma dispersão bem maior no nível das acumulações discricionárias correntes das empresas que não receberam financiamento de PE/VC antes do IPO (desvio-padrão variando de 17,70% a 18,09%, contra 10,36% a 10,70% para as empresas com investimento de PE/VC). Nos percentis 25º, 50º e 75º a diferença entre os dois grupos também é acentuada, o que sugere que as empresas investidas por PE/VC apresentam menores níveis de gerenciamento de resultados ao longo de toda a distribuição.” (Gioielli, 2008)

A média das acumulações discricionárias correntes foram positivas e relevantes no período classificado como Fase 2, como pode ser observado na Tabela 8, permitindo inferir que a hipótese H_{2-a} também é válida. Desta forma, há evidências que a prática de gerenciamento contábil é mais intensa nos períodos onde são mais evidentes os incentivos para tal comportamento.

Em especial, a hipótese H_{2-b} apresentou resultados expressivos e significativos ao nível de 5% para a Fase 2, desta forma fica clara a influência positiva dos fundos de PEVC sobre a governança das empresas investidas nos momentos onde são mais críticos os incentivos para o gerenciamento de resultados. Na Fase 3, foi observado menor nível de gerenciamento contábil das empresas investidas por PEVC, porém o resultado não apresentou significância ao nível de 5%.

⁸ Sigla em inglês para retorno dos ativos

Na Fase 1, as empresas com investimentos de PEVC apresentaram um nível médio de gerenciamento contábil discretamente superior ao das demais empresas, porém o resultado também não apresentou significância.

Tabela 7 – Estatísticas descritivas e testes de diferença de médias do nível de gerenciamento de resultados

A tabela abaixo apresenta estatísticas descritivas e testes de diferença de médias do nível de gerenciamento de resultados contábeis de uma amostra composta por 66 empresas que abriram o capital na BOVESPA de janeiro/2004 a julho/2007, totalizando 356 observações (empresas-trimestres). As acumulações discricionárias correntes (em % dos ativos totais em t-1), *proxy* do nível de gerenciamento de resultados contábeis, foram calculadas utilizando-se os modelos de Jones, Jones Modificado e Jones Modificado com ROA. O teste t de diferença de médias refere-se à comparação entre as médias das acumulações das empresas que receberam investimento de PE/VC anteriormente ao IPO e das empresas que não receberam este tipo de aporte de capital. O Painel A apresenta os dados agrupados de todo o período e o Painel B apresenta os dados separados por fases (vide descrição das fases em 5.2.1.).

Painel A: Acumulações discricionárias correntes (AcD_{it}) médias com todas as fases agrupadas.							
Modelo	Amostra	N	Média	Desvio-padrão	25 ^o percentil	Mediana	75 ^o percentil
Jones	Todas as observações	356	4,78%	15,30%	-0,77%	1,94%	6,09%
	Com investimento de PE/VC	160	2,89%	10,70%	-0,97%	1,58%	4,89%
	Sem investimento de PE/VC	196	6,31%	18,09%	-0,64%	2,44%	8,11%
	Estatística t		-2,22*				
Jones Modificado	Todas as observações	356	4,72%	15,10%	-0,86%	1,90%	5,90%
	Com investimento de PE/VC	160	2,93%	10,48%	-1,04%	1,42%	5,13%
	Sem investimento de PE/VC	196	6,18%	17,92%	-0,66%	2,22%	8,33%
	Estatística t		-2,13*				
Jones Modificado com ROA	Todas as observações	356	4,26%	14,93%	-1,37%	1,75%	5,56%
	Com investimento de PE/VC	160	2,44%	10,36%	-1,40%	1,20%	4,94%
	Sem investimento de PE/VC	196	5,75%	17,70%	-1,31%	1,97%	7,67%
	Estatística t		-2,20*				

Fonte: Gioielli (2008)

Tabela 8 - Estatísticas descritivas e testes de diferença de médias do nível de gerenciamento de resultados (continuação)

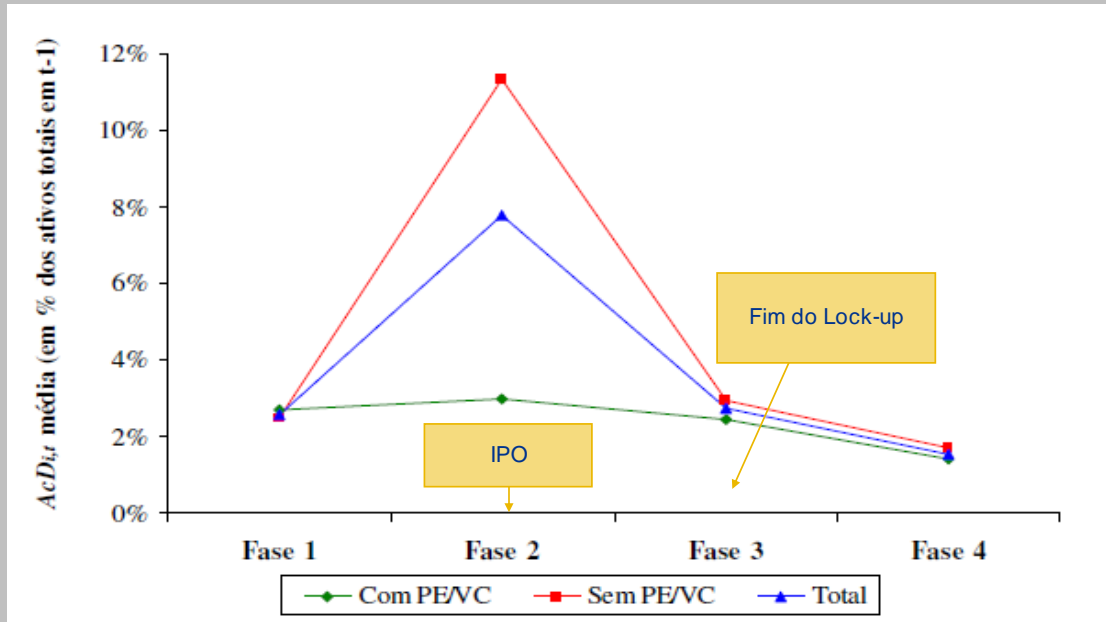
Painel B: Acumulações discricionárias correntes (AcD_{it}) médias separadas por fases.									
Modelo	Amostra	Fase 1		Fase 2		Fase 3		Fase 4	
		N	Média	N	Média	N	Média	N	Média
Jones	Todas as observações	60	3,18%	125	8,31%	106	3,15%	65	2,10%
	Com investimento de PE/VC	25	3,12%	53	3,50%	47	2,69%	35	2,09%
	Sem investimento de PE/VC	35	3,23%	72	11,86%	59	3,52%	30	2,11%
	Estatística t		-0,05		-2,16*		-0,55		-0,01
Jones Modificado	Todas as observações	60	3,28%	125	8,20%	106	3,08%	65	2,02%
	Com investimento de PE/VC	25	3,36%	53	3,49%	47	2,83%	35	1,92%
	Sem investimento de PE/VC	35	3,22%	72	11,67%	59	3,28%	30	2,14%
	Estatística t		0,07		-2,15*		-0,29		-0,15
Jones Modificado com ROA	Todas as observações	60	2,56%	125	7,79%	106	2,73%	65	1,54%
	Com investimento de PE/VC	25	2,67%	53	3,00%	47	2,45%	35	1,40%
	Sem investimento de PE/VC	35	2,49%	72	11,32%	59	2,95%	30	1,71%
	Estatística t		0,08		-2,23*		-0,32		-0,21

* denota significância estatística ao nível de 5% (teste bi-caudal).

Fonte: Gioielli (2008)

As evidências descritas podem ser facilmente observadas no Gráfico 4, que apresenta a distribuição das acumulações discricionárias correntes (i.e, *Proxy* do gerenciamento de resultados) calculadas nas quatro fases demarcadas.

Gráfico 4 – Acumulações discricionárias correntes ($AcD_{i,t}$)



Fonte: Adaptado de Gioielli (2008)

A autora definiu outras variáveis de controle para estudar demais influências diversas no gerenciamento de resultado das empresas. Todos os resultados podem ser verificados na Tabela 9, cabendo algumas breves observações:

- A escolha de uma empresa de auditoria líder de mercado, isto é, KPMG, PWC, E&Y e Deloitte, como auditor independente parece reduzir o nível de gerenciamento contábil medido pela diferença das médias de acumulações discricionárias correntes. O resultado é mais claro quando associado ao investimento de fundos de PEVC. O resultado, apesar de ainda necessitar de maiores estudos, não é significativo ao nível de 5% e deve ser considerado na definição das políticas públicas que visem facilitar o acesso de PMEs ao mercado de capitais (como abordado no Capítulo 2).
- As companhias maiores apresentaram menor nível de gerenciamento de resultados que as de menor porte, o que pode ser resultado da maior visibilidade dada a essas companhias por analistas de mercado.

- Companhias menos endividadas apresentam maior grau de gerenciamento de resultados que companhias com dívida mais equilibrada. O resultado parece contra intuitivo, pois a princípio empresas endividadas podem ter maiores incentivos para gerenciar os resultados e melhorar seus indicadores, porém de forma análoga ao que pode estar ocorrendo com as empresas de maior porte, o monitoramento dos credores pode estar limitando o gerenciamento de resultados das empresas endividadas.
- Empresas com melhor desempenho - medido pelo retorno sobre ativos (ROA) – apresentam menor nível de gerenciamento. O fato pode ser relativo a não necessidade de incrementar o desempenho de empresas que já apresentam desempenho superior a média.

Tabela 9 – Testes de diferença de médias do nível de gerenciamento de resultados com segmentação pelas variáveis de controle.

A tabela abaixo apresenta testes de diferença de médias, com segmentação pelas variáveis de controle (descritas em 5.1.2.), do nível de gerenciamento de resultados contábeis de uma amostra composta por 66 empresas que abriram o capital na BOVESPA de janeiro/2004 a julho/2007, totalizando 356 observações (empresas-trimestres). As acumulações discricionárias correntes (em % dos ativos totais em $t-1$), *proxy* do nível de gerenciamento de resultados contábeis, foram calculadas utilizando-se o modelo de Jones Modificado com ROA. O teste t refere-se à comparação entre as médias das acumulações dos pares de grupos de cada categoria.

	Acumulações Discricionárias Correntes ($AcD_{i,t}$)								
	Todas as observações			Com investimento de PE/VC			Sem investimento de PE/VC		
	N	Média	t	N	Média	t	N	Média	t
Auditoria independente na época do IPO									
Uma das "Big Four"	314	3,80%		149	1,96%		165	5,46%	
Outras	42	7,75%	-1,13	11	8,94%	-0,81	31	7,33%	-0,54
Ranking nacional (ANBID) do coordenador líder da oferta									
Três primeiros do ranking	213	3,64%		97	2,42%		116	4,65%	
Outros	143	5,19%	-0,89	63	2,46%	-0,02	80	7,35%	-0,96
Ranking internacional (Carter-Manaster) do underwriter de maior reputação									
9,1	287	4,68%		123	2,30%		164	6,47%	
Menor que 9,1	69	2,51%	1,55	37	2,89%	-0,30	32	2,08%	2,32**
Tamanho da empresa (ativos totais)									
Menor ou igual a 1 bilhão de R\$	199	5,50%		92	3,54%		107	7,19%	
Maior que 1 bilhão de R\$	157	2,69%	1,82*	68	0,95%	1,57	89	4,02%	1,29
Endividamento total (% dos ativos totais)									
Até 50%	190	5,31%		73	2,98%		117	6,76%	
Mais de 50%	166	3,07%	1,44	87	1,98%	0,61	79	4,27%	1,03
Crescimento (variação % das receitas de $t-1$ a t)									
Até 5%	176	1,61%		79	1,33%		97	1,83%	
Mais de 5%	180	6,86%	-3,39***	81	3,51%	-1,34	99	9,59%	-3,16***
ROA (%)									
Até 1,5%	198	5,90%		84	3,93%		114	7,34%	
Mais de 1,5%	158	2,21%	2,46**	76	0,78%	1,98**	82	3,54%	1,61
Realizou nova oferta pública de ações (SEO)?									
Sim	15	1,84%		15	1,84%		0	-	
Não	341	4,37%	-1,39	145	2,50%	-0,36	196	5,75%	-

*, ** e *** denotam significância estatística aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente (teste bi-caudal).

Fonte: Gioielli (2008)

No decorrer deste capítulo foi demonstrada a importância do IPO para os fundos de Private Equity e Venture Capital e a relevância da abertura de capital de empresas investidas por PEVC no valor e número de captações. A seguir, utilizando como medida da governança das empresas que realizaram IPO o nível de gerenciamento de resultados contábeis, definido como **intervenção da administração da companhia na elaboração dos relatórios financeiros com intuito de deturpar a realidade do negócio**. Em virtude das dificuldades de medir com precisão o gerenciamento de resultado, e, principalmente, quando estes gerenciamentos visam melhorar a realidade do negócio, foi adotada como *Proxy* as acumulações discricionárias, esta última definida como “a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional líquido”. Desta forma, por meio de modelos adotados em publicações internacionais precedentes ao texto que baseou o capítulo, foi possível inferir que a atuação de fundos de investimento em Private Equity e Venture Capital influem de maneira significativa a governança corporativa das empresas investidas.

O resultado surge como consequência da série de incentivos que as referidas estruturas de investimento constroem como forma de alinhar os interesses dos administradores das companhias investidas, dos gestores dos fundos e dos investidores - que confiam seus recursos ao gestores por um longo período de tempo sem possibilidades de resgate.

O resultado do estudo apresenta destacada importância na elaboração de políticas públicas que visem elevar o nível de investimento da economia por meio do desenvolvimento do mercado de capitais que levem em consideração o potencial risco que essas políticas podem trazer.

CONCLUSÃO

O Objetivo do trabalho foi analisar a influência das estruturas de Private Equity e Venture Capital no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, observando não só a relevância dos valores envolvidos mas também os desenvolvimentos institucionais e legais que geram externalidades positivas ao mercado de capitais como um todo. No decorrer do trabalho, foram descritos os incentivos que permeiam a atividade de PEVC visando alinhar os interesses dos diversos agentes envolvidos, isto é, administradores das empresas, gestores de fundos e investidores dos fundos. Também foram analisados os desenvolvimentos institucionais da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que, por meio da constante edição de instruções normativas, permite o desenvolvimento do mercado de capitais nacional mantendo protegidos todos agentes participantes. A atuação da mesma merece destaque por ser um órgão normativo que acompanha e participa das mudanças do mercado de capitais mundial de forma diligente, um exemplo a ser seguido por outros órgãos normativos do país.

Apesar da atuação normativa eficiente, o mercado de capitais brasileiro é pouco desenvolvido mesmo quando comparado com outros países como Índia, Coreia do Sul e China - principalmente no que tange a captação de recursos por pequenas e médias empresas. As propostas para facilitar a abertura de capital de pequenas e médias empresas foram analisadas por permitirem o crescimento das estruturas de Private Equity e Venture Capital, uma vez que, o IPO é crucial para o fim do ciclo de investimento dos fundos, que engloba, a captação, investimento, gerenciamento e desinvestimento. É consenso dos participantes do mercado de capitais brasileiro que incentivos precisam ser criados para a captação de recursos por pequenas e médias empresas, contudo ainda não está claro qual caminho deve ser seguido de forma a assegurar o avanço do mercado, e não a criação de bolhas - como ocorreu na criação dos fundos 157.

Por fim observou-se a função que as estruturas de Private Equity e Venture Capital exercem no mercado de capitais, especialmente na ocasião do IPO, que é o momento de maior pressão para adoção de práticas de gerenciamento de resultados com intuito de ludibriar os investidores aumentando o valor da empresa. O resultado observado no estudo de Gioielli não é uma surpresa dado os incentivos existentes e os estudos internacionais similares, mas é de destacada importância no momento atual de discussão para criação de incentivos para captação de recursos em bolsa por pequenas e médias empresas.

BIBLIOGRAFIA

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL (ABVCAP). Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br>>. Acesso em: 03 de Setembro de 2013.

CARVALHO, A.; RIBEIRO, L.; FURTADO, C.. *A Indústria de Private Equity e Venture Capital – Primeiro Censo Brasileiro*, 2006.

CARVALHO, A.; RIBEIRO, L.; FURTADO, C.. *A Indústria de Private Equity e Venture Capital – Segundo Censo Brasileiro*, 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Instruções normativas números: 209, 308, 358, 361, 381, 391, 480 e 509. E demais informações Disponíveis em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 03 de Setembro de 2013.

COELHO, Gabriel. *Estudo sobre contratos entre investidores e gestores de venture capital no Brasil*. Dissertação (mestrado) Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2007. 40 fls.

COMODO, Gustavo. *Uma análise comparativa entre as estruturas de Private Equity e Venture Capital nos EUA e no Brasil*. Dissertação (mestrado) Escola de Administração de empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2009. 52 fls.

GIOIELLI, Sabrina. *Os Gestores de Private Equity e Venture Capital Influenciam a Governança Corporativa das investidas? Evidências das empresas estreantes na Bovespa*. Dissertação (mestrado) Escola de Administração de empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2008. 105 fls.

GOMPERS, P.; LERNER, J.. *The use of covenants: An analysis of venture partnership agreements*. Journal of Law and Economics v. 39, p. 463-98, 1996.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Disponível em <<http://www.ibgc.org.br/Home.aspx>> Acesso em: 04 de Setembro de 2013.

KPMG. *A Governança Corporativa e o Mercado de Capitais. Edições de 2008, 2009, 2010, 2011 e 2012.*

KPMG; ABVCAP. *Consolidação de dados da indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil.* 2013.

MATSUMOTO, A.S.;PARREIRA, E.M. *Uma pesquisa sobre o gerenciamento de resultados contábeis: Causas e conseqüências.* UNB Contábil, Brasília, v.10, 2007.

REVISTA CAPITAL ABERTO. *A vez das PMEs.* Páginas 17 a 22. Número 113, Janeiro de 2013.

ROCCA, C. *Elementos para uma estratégia nacional de acesso ao Mercado de capitais:diagnóstico e propostas.* Publit, 2013.

SAHLMAN, W.. *Structure and governance in venture capital organizations.* Journal of Financial Economics v. 27, p. 473-521, 1990.

TRIAANTIS, G.. *Financial Contract Design in the World of Venture Capital.* University of Chicago Law Review, v. 68, p. 305, 2001.